

## 超日太阳 (002506)

买入/维持评级

股价 : RMB16.15

## 分析师

王海生

SAC 执业证书编号:s1000511030005

021-68498537

wanghaisheng@mail.hthsc.com.cn

袁瑶

SAC 执业证书编号:s1000511040002

(021) 6849 8607

yuanyao@mail.hthsc.com.cn

## 商业模式的转型助力毛利率提升

- 报告期实现每股收益 0.2 元/股, 符合预期: 公司 3 季度实现营业收入 9.3 亿元, 同比增长 50.5%; 实现净利润 1.07 亿元, 同比增长 0.6%, 符合预期。强大的下游市场开拓能力使得公司在低迷的行业背景下, 毛利率反而提升至 21%, 环比提升了 5 个点。这也实例印证了我们此前的判断: 中游过剩——>价格下滑——>海外电站投资受益。

- 商业模式的转型助力毛利率提升: 当前产能过剩的环境下, 定价权向买方市场倾斜, 组件及电站开发商掌握客户资源, 已经成为全产业链门槛最高的部分。公司的业务结构及发展战略呈现“市场>组件>硅片电池”的倒金字塔型, 在中游过剩的情况下优势凸显。传统的组件销售业务比重逐渐下降, 转而参与到海外电站的融、投资环节, 换取 0.1 美元/瓦以上组件溢价。综上使 3 季度毛利率提升至 21%, 符合我们年中时的预期。

公司报告期内进一步加强了市场及电站业务的开拓, 在瑞士、巴西、保加利亚先后投资成立了合资公司, 从事海外组件销售、光伏电站投资运营等业务。同时海外电站开发业务有序推进: 以 0.35 欧元/W 的价格收购了意大利 28MW 光伏电站项目的开发批文, 而当前欧洲地面电站投资成本已下降至 1.5 欧元/W 以下, 保守估计项目收益率将在 10% 以上。

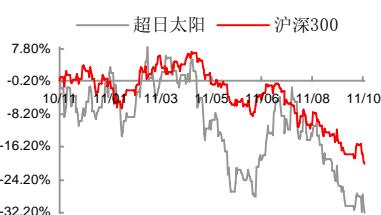
- 募投项目达产: 募投二期 50MW 项目及自有资金 100MW 项目顺利按时达产。虽然在当前的产能过剩背景下并不能给公司带来超额收益, 但降低了公司对上游供应商的依赖, 提升了对未来原材料市场波动的风险抵抗力。
- 盈利预测: 公司公告预增全年业绩, 同比增长 50-70%, 符合我们此前 0.69EPS 的预测。但考虑到近期产业链价格的下降速度过快, 对公司的营收增长造成不利影响, 我们略微下调公司的盈利预测: 今明两年 EPS 分别为 0.66, 0.95 元, 对应 PE 分别为 24.5, 17 倍, 维持买入。
- 风险提示: 公司下游电站融、投资业务结算期较长, 在增强毛利率的同时也导致了应收账款增多的风险, 3 季度应收账款达到 20.4 亿元; 光伏行业短期内进入景气低谷, 存在不确定风险。

## 相关研究

## 基础数据

总股本 (百万股)	527
流通 A 股 (百万股)	527
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	8,514

## 最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2686.6	3677	4371	5223
(+/-%)	103.8	37	19	19
归属母公司净利润(百万元)	220.4	348	500	679
(+/-%)	9.7	58	44	36
EPS(元)	0.42	0.66	0.95	1.29
P/E(倍)	38.6	24.47	17.01	12.54

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

**盈利预测**

资产负债表				利润表					
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3850	3132	3653	4530	营业收入	687	3677	4371	5223
现金	2493	1246	1410	1877	营业成本	2 79	3077	3588	4217
应收账款	650	883	1071	1271	营业税金及附加	3	4	5	6
其他应收款	129	162	202	238	营业费用	39	53	63	75
预付账款	318	426	505	590	管理费用	114	165	179	209
存货	258	415	464	553	财务费用	65	-37	-55	-65
其他流动资产	3	0	0	0	资产减值损失	24	0	0	0
非流动资产	616	568	529	488	公允价值变动收	3	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-9	0	0	0
固定资产	458	479	468	441	营业利润	256	414	591	781
无形资产	25	25	25	25	营业外收入	8	0	0	0
其他非流动资	1 3	64	36	22	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	4467	3700	4182	018	利润总额	263	414	591	781
流动负债	1217	389	376	558	所得税	44	66	96	126
短期借款	1076	0	0	86	净利润	219	348	495	654
应付账款	96	254	250	312	少数股东损益	-1	0	-6	-25
其他流动负债	45	135	125	160	归属母公司净利	220	348	500	679
非流动负债	182	0	0	0	BITDA	357	413	575	756
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.84	0.66	0.95	1.29
其他非流动负	182	0	0	0					
负债合计	1399	389	376	558					
少数股东权益	3	3	-2	-27					
股本	264	527	527	527					
资本公积	2261	1997	1997	1 97					
留存收益	541	784	1284	1963					
归属母公司股	3065	3308	3808	4487					
负债和股东权	4467	3700	4182	5018					
现金流量表				单位: 万元	主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金	-460	-105	108	317	成长能力				
净利润	219	348	495	654	营业收入	103.8%	36.8%	18.9%	19.5%
折旧摊销	35	36	39	41	营业利润	31.5%	61.7%	42.5%	32.1%
财务费用	65	-37	-55	-65	归属母公司净利	29.7%	57.9%	43.8%	35.6%
投资损失	9	0	0	0	盈利能力				
营运资金变动	-776	-399	-370	-313	毛利率(%)	18.9%	16.3%	17.9%	19.3%
其他经营现金	-13	-53	0	0	净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	8.2%
投资活动现金	-213	3	0	0	ROE(%)	7.2%	10.5%	13.1%	15.1%
资本支出	46	0	0	0	ROIC(%)	16.0%	15.3%	18.7%	22.4%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金	33	3	0	0	资产负债率(%)	31.3%	10.5%	9.0%	11.1%
筹资活动现金	3101	-1145	55	151	净负债比率(%)	76.91%	0.00%	0.00%	15.39%
短期借款	700	-1076	0	86	流动比率	3.16	8.05	9.73	8.12
长期借款	0	0	0	0	速动比率	2.95	6.98	8.49	7.13
普通股增加	66	264	0	0	营运能力				
资本公积增加	2221	-264	0	0	总资产周转率	0.94	0.90	1.11	1.14
其他筹资现金	114	-70	55	65	应收账款周转率	6	5	4	4
现金净增加额	2428	-1246	163	467	应付账款周转率	17.01	17.57	14.24	15.00

数据来源: 华泰联合证券研究所

**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

**股票评级**

买入 股价超越基准 20% 以上

增持 股价超越基准 10%-20%

中性 股价相对基准波动在 ±10% 之间

减持 股价弱于基准 10%-20%

卖出 股价弱于基准 20% 以上

**行业评级**

增持 行业股票指数超越基准

中性 行业股票指数基本与基准持平

减持 行业股票指数明显弱于基准

**深圳**

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@mail.hthsc.com.cn

**上海**

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@mail.hthsc.com.cn

**免责申明**

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。